

INTÉZMÉNYI ÁTALAKULÁS?

A tanulmány az amerikai részvénytársaságok testületi vezetésében bekövetkező változásokkal foglalkozik, amelyek az érintett intézmények működését hosszú távon átalakító trendként jelentek meg az elmúlt mintegy másfél évtizedben. Szerző a kialakulóban levő új helyzet főbb vonalakban történő ismertetésére szorítkozik, amely leszűkítést már az önmagában véve is rendkívül tanulságos és bonyolulttan ható tényezők is indokolnak.

A dolgozat témája az amerikai részvénytársaságok testületi vezetésében (corporate governance) bekövetkező változások kapcsolata az Egyesült Államok tőkepiacán az utóbbi mintegy másfél évtizedben felerősödött átrendeződéssel, amely az intézményi befektetők szerepének jelentős növekedését hozta magával.

A kérdéskör ebben az összefüggésben nemzetközileg is rendkívül frissnek számít, Magyarországon pedig jóformán ismeretlennek mondható. Jelentőségét az adja, hogy a befektetési piacokon zajló folyamatok és a részvénytársaságok vezetési struktúráiban, módszereiben megindult változások arra utalnak, hogy az érintett intézmények működését hosszú távon átalakító trendek jelentek meg.

A dolgozat az Egyesült Államokban kialakulóban levő új helyzet főbb vonalakban történő ismertetésére, néhány fontosnak ítélt, vélt vagy valós összefüggés bemutatására szorítkozik. Ennek részben az az oka, hogy önmagában véve is rendkívül érdekes és tanulságos az USA gazdaságának működését és fejlődését erőteljesen befolyásoló tényezők vizsgálata. Másfelől a téma terjedelme is indokolja a leszűkítést; az amerikai rendszer mélyrehatóbb bemutatása jelentős terjedelmet kívánna a felmerülő kérdések rendkívül tág köre és bonyolultsága miatt. Ráadásul önmagában az angolszász rendszer sem egységes, így például viszonylag komoly eltérések vannak az angol és – ha van ilyen – az amerikai társasági jog között. A nemzetközi szintért tovább tágítva pedig még jelentősebb eltéréseket találhatunk.

A téma választását elősegítette, hogy több éve egy hazai nagyvállalat legfelsőbb vezetésének részeseként kíváncsi vagyok arra, mások, másutt hogyan csinálják. Másrészt Carliss Baldwin órái a Harvard Business Schoolon segítséget nyújtottak és ösztönzést jelentettek arra, hogy foglalkozzam ezekkel a kérdésekkel.

Az 1980-as évek pénzügyi forradalma

Lehet, hogy túlzás forradalomról beszélni, mindenesetre az események jelentősen átfomálták a részvénytársaságok világát az Egyesült Államokban. Mi is történt valójában? A nyolcvanas évek a hitelből történő felvásárlások időszaka. Önmagában véve ez nem hangzik különösebben megrázóan, de ha megnézzük, hogy mi van mögötte, akkor világossá válik jelentősége. Maga a hitelből történő felvásárlás viszonylag egyszerűen leírható. Egy tőzsdén jegyzett vállalat részvényeseinek vételi ajánlatot tesznek. A vásárló a vételhez hitelt szerez, melynek fedezetét maga a megvásárlandó vállalat képezi. Ha a részvényeseknek tetszik az ajánlat, akkor elfogadják, és létrejön az üzlet. A vállalat kikerül a tőzsdéről és az új tulajdonosok megpróbálják valamilyen módon átszervezni azt. A történetet végiggondolva rögtön felmerül két kérdés: mi értelme van egy tőzsdén jegyzett cégből zárt körű vállalatot csinálni és hogyan lehet ehhez a dologhoz pénzt szerezni?

- Kezdjük az első kérdéssel. A tőzsdén levő társaságok működése a nyilvánosság ellenőrzése mellett meg végbe, biztosítandó, hogy a részvényesek időben és megfelelő módon tudomást szerezzenek a befektetésüket érintő fontos kérdésekről. Ez a nyilvánosság egyben lehetőséget teremt arra, hogy kívülállók, részvénnel nem rendelkezők is elég mélyreható információkhoz jussanak az egyes vállalatokról. A kívülállók természetesen élnek is a lehetőséggel és a Wall Streeti befektetők részletes elemzéseket végeznek befektetési lehetőségek után kutatva. Azon vállalatok, melyek teljesítménye elmarad attól, ami számukra elérhető volna, vagy pedig nem vesznek észre olyan új üzleti lehetőségeket, melyek a vállalat értékét növelnék, felvásárlási célponttá válnak. Röviden, egy külső vagy éppen belső befektető kialakít egy üzleti elképzelést arra vonatkozólag, hogy miként volna növelhető valamely vállalat értéke. Erre az üzleti tervre támaszkodva a befektető olyan árajánlatot tesz, mely rendszerint jelentősen meghaladja a részvény aktuális árfolyamát. A magas ár csábító a részvénytulajdonosok számára, akik többnyire nem azonnal mennek bele az üzletbe, hanem kívánnak, hátha akad egy jobb ajánlat. Ha a felvásárlás sikerül, az új tulajdonos megpróbálja üzleti tervét megvalósítani és a vállalat feljavításával nyereséget elérni. A tranzakció során a vállalat életében bekövetkező változások miatt a cég többnyire már nem felel meg a nyilvános jegyzés követelményeinek, így zárt körűvé válik.

- A hogyan finanszírozható egy ilyen típusú üzlet kérdésének megválaszolásával jutunk el a piaci intézmények átalakulásának témaköréhez. A hitelből történő kivásárláshoz mindenképpen sok pénzre van szükség, mivel a tőzsdén nagyon kicsi cégeket nem jegyeznek, időnként viszont tényleg csillagászati összegek fordulnak meg egy-egy ügylet kapcsán. Ráadásul az ilyen ügyletek kockázata arányban áll az elérhető haszonnal, tehát mindkettő elég magas. Így olyan befektetőre van szükség, aki rendelkezik nagymennyiségű likvid tőkével, és azt képes és hajlandó nagy kockázat vállalása mellett is befektetni. Ezen kritériumoknak leginkább az intézményi befektetők tesznek eleget. Emellett szükség van olyan pénzügyi eszközök kifejlesztésére is, amelyek lehetővé teszik az ilyen típusú ügyletek technikai lebonyolítását. Ezeket az eszközöket a különféle magas hozamú kötvények (bóvli-kötvények) és egyéb, a részvényhez közelálló jellegű, de hitelviszonyt megtestesítő papírok jelentik.

Visszatérve a hitelből történő felvásárlás egyik főszereplőjére, a különféle intézményi befektetőkhez, melyek közül a legnagyobb szereppel a nyugdíjalapok rendelkeznek: több évtizedes fejlődés, növekedés folytán komoly súlyra tettek szert a részvényt piacon. A nyolcvanas évek vége a részvények több mint negyven százaléka került intézményi befektetők kezébe az Egyesült Államokban. (Jensen [1989], 62. p.) Ez kétféle módon is elősegítette felvásárlások kialakulását. Egyfelől lehetőséget teremtett a finanszírozás megoldására, másfelől megkönnyítette az adásvétel létrejöttét mind technikai értelemben a lebonyolítást illetően, mind pedig az ügylet esélyeinek növelésén keresztül. Ugyanis az intézményi befektető jelenléte növeli az átvételi ügyletek megvalósulásának esélyeit azáltal, hogy a befektetési alapok menedzserei szinte kötelességüknek érzik, hogy elfogadjanak, illetve ne utasítsanak vissza egy jónak tűnő vagyis magas vételárat tartalmazó ajánlatot. A befektetési alapok többnyire nem csekély részesedéssel rendelkeznek a társaságokban, így ez azt jelenti, hogy viszonylag kevés tulajdonossal kell tárgyalni. (Pound [1992]) Az pedig könnyen belátható, hogy nem mindegy, hogy öt-tíz vagy több ezer tulajdonost kell meggyőzni. Ráadásul, ha a nagy tulajdoni részesedéssel bíró alapok ráállnak az üzletre, akkor a kistulajdonosok többnyire követik őket.

Látjuk tehát, hogy az intézményi befektetők jelenléte átalakítja a piacot. Jay Light félig tréfás jóslata szerint „a jelenlegi trend fennmaradása esetén az utolsó egyéni tulajdonban levő, nyilvános kereskedelemben forgalmazott közönséges részvényt 2003-ban fogják eladni”. (Jensen [1989], 62. p.) Jelenleg nem látszik, hogy van-e, és ha igen, akkor hol van az intézményi befektetők pici térnyerésének határa. Michael Jensen [1989] egyenesen a nyilvános részvénytársaság alkonyáról beszél. Álláspontja szerint a kisbefektetőkre építő nyilvános részvénytársasági formán túlhaladott az idő. A nyolcvanas évek felvásárlási hulláma azt mutatja, hogy a részvénytársasági forma hatékonysága visszaesett, nem biztosítja többé a tulajdonosok érdekeinek megfelelő képviseletet. A kistulajdonosok helyébe az intézményi befektetők lépnek, a nyilvános részvénytársaság helyébe pedig az intézményi befektetők által alapított társaságok (LBO association). Természetesen ezt az álláspontot sokan túlzónak, leegyszerűsítettnek, megalapozatlannak találják. Elég erős érvnek látszik az, hogy amennyiben megszűnik a részvények nyilvános kereske-

delme, az egyben a piacon naponta meghatározott, fontos jelzéseként is szolgáló, nagyjából objektív részvényárfolyam elvesztését is jelenti. (Rappaport [1990]) Hozzátehetjük ehhez, hogy általános vélemény miszerint a részvénytőkepiac átlagosan és hosszabb időszakban értékelve elég pontosan méri a vállalatok értékét. Tehát vannak hullámzások, előfordulhat hogy a piac egyes vállalatokat alul- vagy felülértékel, de hosszabb távon korrigálja önmagát és a részvényárfolyamok alakulásának trendje a vállalatok értékének változását mutatja. Mindenesetre, ha elvetjük is azt az álláspontot, hogy a nyilvános jegyzés órái meg vannak számlálva, annyit biztosan állíthatunk, hogy a tulajdonosi struktúra átalakulóban van és létrejött a vállalatok vezetéséért, irányításáért versengők sajátos piaca. Mindez megváltoztatja a részvénytársaságok működését, a menedzsment és a tulajdonosok magatartását.

A részvénytársaságok működtetésének hagyományos modellje az Egyesült Államokban

Bár a nyolcvanas évek felvásárlási láza nem teljesen példa nélküli az amerikai részvénytőkepiac történetében (Pound [1992]) és gazdasági, illetve politikai megrázkódtatásoktól közel sem mentes az USA gazdaságtörténete, mégis egészen az 1990-es évek elejéig egy sokévtizedes vezetési modell szerint igazgatták a részvénytársaságokat. (Pound [1995]) Némileg leegyszerűsítve a viszonyokat a modell a következőképpen működött: a részvényesek távol tartották magukat a társaságok irányításától, a menedzserek döntöttek stratégiai és operatív ügyekben egyaránt, az igazgatótanács pedig elfogadta a menedzsment előterjesztéseit.

• A részvényesek

A sok kistrésvényes (több tízezer vagy éppen millió) számára nincs mód arra, hogy közvetlen beleszóljanak társaságuk viselt dolgaiba. Jellemzően a részvény árfolyamát és a nyilvános híradásokat figyelve döntenek arról, hogy megtartják-e a részvényt. A piac nagy és likvid, sokan kereskednek, nem nehéz megszabadulni a részvénytől, ha valaki már nem lát benne fantáziát. A kistrésvényesek nem is igazán töreksenek arra, hogy aktív szerepet játszanak, nem éri meg számukra. Hozzá kell tenni ehhez, hogy az amerikai felfogás szerint a részvényesnek nem is feladata a napi ügyekbe történő beleszólás, ez

kizárólagosan a menedzsment hatáskörét képezi. A jelentősebb összegeket beruházók (ez sokszor a részvények pusztán egy-két ezreléke) már elmennek vagy elküldik képviselőiket a szokásos évi közgyűlésekre és ott próbálnak tájékozódni, illetve befolyásolni az eseményeket. Az utóbbi részvényesi kör – jelentősebb elkötelezettségénél fogva – hajlandó támadást indítani a mindenkor menedzsment ellen, ha úgy látja hogy a társaság teljesítménye nem megfelelő, vagy a társaság működésére vonatkozó alternatív elképzeléssel rendelkezik.

• A menedzsment

A menedzsment a társaságok irányításának igazi letéteményese. A céget kézben tartó főszereplő a vezérigazgató, aki többnyire egyben az igazgatóság elnöki tisztét is betölti. Egészen addig amíg a dolgok rendben mennek, vagyis a cég nyereséges és megfelelő osztalékot fizet, természetesen a részvényárfolyam töretlen emelkedése mellett, az elnök-vezérigazgató a legmagasabb rangú közvetlen munkatársakkal karöltve tulajdonképpen azt tehet, ami tetszik. A részvényesek és az igazgatóság a menedzsment szűrőjén keresztül kapja az információkat, ráadásul az eljuttatott információ mégcsak nem is a teljes felsővezetés nézeteit tükrözi, hanem főként az elnök-vezérigazgató által sugallni kívánt képet. Ennek a hatalmi központnak a tényleges ellensúlyát a részvénytőkepiac független értékítélete képezi.

• Az igazgatóság

A hagyományos modell szerint az igazgatóság feladata a menedzsment munkájának figyelemmel követése, valamint a menedzsment értékelése, alkalmazása és elbocsátása. Az igazgatóságok a felső szintű vezetés tagjaiból és külsősökből tevődnek össze, létszámuk tíz-tizen-negy fő körül alakul.

Az átlagos összetétel a kilencvenes évek elején kilenc külső és három belső igazgató. (Salamon [1993]) Az igazgatóságok funkcióikat úgy teljesítik a gyakorlatban, hogy többnyire évente néhány (négy-hat) alkalommal üléseznek. Az üléseken meghallgatják a vezérigazgató és szükség szerint a menedzsment egyéb tagjainak előterjesztéseit, informálódnak és döntést hoznak. A teljes üléseken kívül az igazgatóság egyes tagjai találkoznak egymással a bizottsági munka során. A társaságok igazgatóságai általában három bizottságot alakítanak: az ellenőrző (audit), a

honorárium (compensation) és a jelölő bizottságot. Az ellenőrző bizottság feladata annak figyelemmel követése és biztosítása, hogy a cégről publikált, főként pénzügyi információk megfelelnek a valóságnak. Az értékpapír-felügyelet előírásai szerint ennek a bizottságnak külső igazgatókból kell állni. A honorárium bizottság a vezérigazgató és az igazgatósági tag felső menedzsment javadalmazására hivatott javaslatot tenni. A jelölő bizottság a személyi kérdésekkel foglalkozik.

A probléma a hagyományos igazgatósági működéssel kapcsolatban az, hogy tevékenysége sok esetben meglehetősen formális. Ezen nem lehet csodálkozni, ha mérlegeljük, hogy az igazgatóság külső tagjait sok esetben baráti alapon az elnök-vezérigazgató jelöli, így sok esetben erős elkötelezettség alakul ki. Másrészt a külső tagok elsősorban a menedzser igazgatósági tagoktól kapnak információt a társaság működéséről, így eleve kicsi az esélye, hogy időben észleljék a közelgő veszélyeket. Ráadásul az amerikai gyakorlat szerint az igazgatóságnak, de a részvényeseknek is jóformán csak a pénzügyi helyzetről nyújtanak érdemi információt, míg a kereskedelmi, marketing, termelési területeket egyfajta „stratégiai szintű” homály fedi. Így nem lehet csodálkozni azon, hogy elég nagy horderejű gondoknak kell megjelenniük a cég életében ahhoz, hogy az igazgatóság aktivizálódjék, ami többnyire fejcserékhez vezet.

Új modellek születésben

A nyolcvanas évek felvásárlási hulláma a részvénytőzsián lezajlott átstrukturálódáson túl nem csak a tulajdonosváltáson átment vállalatok életében hagyott nyomot, hanem befolyást gyakorolt az egész vállalati szférára. Ennek egyik oka, hogy senki sem érezheti magát biztonságban a piac felől érkező külső támadásokkal szemben, bármelyik nyilvános részvénytársaság átvételi célponttá válhat, beleértve az igazán nagyokat is. Másfelől a sikeres vállalatoknál is (éppen ott ne?) érzik az új idők szelét és változtatnak a jól bevált gyakorlaton. (Lorsch [1995]) Tekintsük át, a vállalatirányítás érintett főbb csoportjait hogyan érintik a változások.

• Tulajdonosok

A részvényesek körében az intézményi befektetők váltak meghatározóvá. Ez a részvénytársaság szempontjából azt jelenti, hogy a tulaj-

donosok száma jelentősen csökken. Még a legnagyobb társaságoknál is a tulajdonosi többséget néhány tucat intézményi befektető jelentheti, vagyis a közgyűléseken a döntések meghozatalához egy viszonylag kezelhető létszámú csoport egyetértéséhez van szükség.

Az intézményi befektetők megjelenése a tulajdonosok elötelezhetősége szempontjából is komoly változást hozott. Érthető, hogy mondjuk százmilliárdos dollár nagyságrendű befektetés esetén a befektető kíváncsiabb természetű, mint egy néhány ezer dollárosnál. Ennek az is oka, hogy a nagyon nagy befektetést likvidálni sem nem könnyű, sem nem olcsó, tehát a befektető mintegy bennragad a vállalatban; ha egyszer nagymennyiségű részvényt vásárolt, akkor azt inkább tartja hosszú távon. Ez a helyzet viszont aktívabb tulajdonosi részvételt feltételez. Ez az aktivitás a tulajdonosok egymás közötti kommunikációjában, tulajdonosi bizottságok (informális és formális) alakításában jelenik meg.

Az intézményi befektetők abban is különböznek a tipikus kisbefektetőktől, hogy rendelkeznek a megfelelő erőforrásokkal és kapacitással, hogy információt gyűjtsenek a vállalatok működéséről és azt magas színvonalon elemezzék. Ez a vállalatok információszolgáltatása iránt is magasabb követelményeket támaszt, másfelől pedig erősebb pozíciókat biztosít a tulajdonosok számára egy, a menedzserekkel esetlegesen folytatott vitában.

• Menedzserek

Továbbra sincs változás abban, hogy a vállalatok napi ügyeinek irányítása a menedzsment feladata. A tulajdonosok informáltságának növekedése a hosszú távú koncepciók megítélését, a róluk szóló döntések megalapozását szolgálja. A vállalati élet meghatározója továbbra is a vezérigazgató marad, aki viszont egyre több esetben elesik az elnöki cím használatától. Az új modellben a vállalat első számú menedzserének és az igazgatóság elnökének funkciója elválik, tükrözve az igazgatóság szerepének növelését. Ezt persze sok vállalati vezető hatalmi és presztízvesztésként élheti meg, így ellenzi a két funkció elkülönítését.

Nemcsak a legfelső vezető személyét érintő, hanem általános tendencia, hogy a menedzsment és az igazgatótanács egyre inkább elkülönül, csökken a menedzserek száma és részaránya az igazgatóságokban. Ugyanakkor az is igaz, hogy a menedzsment egyre inkább tulajdonosává válik

az általa irányított vállalatnak. A menedzsment ösztönzésében nagyobb szerepet kap a részvényvásárlás, a különféle részvénypozíciók.

• Igazgatóság

Az igazgatóság szerepkörének felfogását illetően gyökeresnek mondható fordulat jellemzi a kilencvenes éveket. Egy inkább passzív, a döntéseket formailag szentesítő testület helyett egyre inkább egy érdemi döntéshozatallal, de nem napi vállalatirányítással foglalkozó testület képe bontakozik ki.

Közel sem beszélhetünk valamiféle egységes vállalati gyakorlatról, hanem inkább csak tendenciaszerű változásokról, irányokról, melyeket az egyes vállalatoknál követnek. Azt mondhatjuk, hogy a kísérleti fázisban vagyunk. A vállalatok megpróbálnak valami újat teremteni, amelynek inkább csak a körvonalai sejlenek még. A trendek viszont jól láthatók.

Az információ szerepének növekedése és minőségének javulása képezi az egyik meghatározó vonalat az igazgatóságok tevékenységének átalakulásában. Az igazgatók egyre szabadabban juthatnak hozzá a vállalat belső információs csatornáihoz. Megjelenik ez abban, hogy sok helyen lehetőséget teremtenek arra, hogy az igazgatóság külső tagjai közvetlenül kapcsolatba lépjenek menedzserekkel, informálisan is, nem csak a hivatalos üléseken, illetve nem csak a testület menedzser tagjaival. Természetesen arra ügyelni kell, hogy a vezérigazgató tájékoztatást kapjon arról, hogy ki kivel folytatott beszélgetést, mert egyébként fennállna egy többszörös hatalmi struktúra kiépülésének veszélye.

Természetesen a többletinformáció megszerzése – nem is beszélve a kiértékeléséről – időigényes tevékenység. Tehát az informáltság növekedése egyben a terhelés növekedését is jelenti a külső tagok számára, vagyis az igazgatósági tagság egyre több munkát jelent. A több információ és a több munka egyben új követelményeket támaszt az igazgatósági tagokkal szemben. Az egyik követelmény a szakértelem. Ahhoz, hogy egy igazgatósági tag képes legyen az információk megszerzésére és kiértékelésére, szakértelemre van szükség a vállalati működés legalább egy területén. Tehát a külső igazgatók kiválasztásánál a meghatározó szempontok között például a gyerekkori barátság helyét egyre inkább a szakértelem veszi át.

A megnövekedett munka egyben felveti az ellentételezés mértékének kérdését is. Vannak

akik azt javasolják, hogy az igazgatósági tagok javadalmazását a legfelső menedzsment díjazásának szintjére kell emelni, és összetételében is ahhoz kell igazítani, lényegesen növelve a vállalati teljesítményhez kötött javadalmazás – például részvényopciók – szerepét. (Pound [1995])

Az igazgatóság és a tulajdonosok viszonya és kapcsolattartása is átalakulóban van. A nagytulajdonosokat képviselő bizottságok megszerveződésével az igazgatósági tagok és a tulajdonosok közötti találkozások gyakoribbak, rendszerezettebbek lesznek. Egyben a tulajdonosok és az igazgatóság közötti információcsere is érdemibbé válik. Tehát azt mondhatjuk: az igazgatóság teljes külső kapcsolati rendszere átalakul és belső működése is megváltozik.

Mi történik itthon?

A hitelből történő felvásárlás körüli izgalom a kilencvenes évek elejére alábbhagyott az Egyesült Államokban. Ugyanakkor a felvásárlási egyesülési piac aktivitása éppen hogy fokozódik, sorra dőlnek meg a rekordok. Ez azt mutatja, hogy a lendület megmaradt, miközben csökkenőben van az „ellenséges” ajánlatok súlya. Mellesleg, az ellenséges ajánlatok váltották ki a hitelből történő felvásárlások negatív társadalmi megítélését.

Az új struktúrák működésével kapcsolatban még számos kérdés vár megoldásra. Valószínűleg hosszú időnek kell eltelnie ahhoz, hogy az intézményi átalakulás lebonyolódjék és a működés finom szabályozása kialakuljon. Például tisztázásra vár, hogy miként kezelhető a tulajdonosok informáltságának növekedése úgy, hogy az ne vezethessen a nyilvános kereskedelemben szigorúan tiltott, belső információkkal történő visszaélésekhez.

Az írásban ismertetett tendenciák nem csak az Egyesült Államokban vannak jelen, Európában is növekszik az intézményi befektetők szerepe. A The Economist [1995] által közölt adatok szerint Nagy-Britanniában és Hollandiában a nyugdíjalapok eszközállománya az illető országok GDP-jének nyolcvan százaléka körül alakul. Ha szűkebb régiókat nézzük, akkor például a kuponos privatizáció juthat eszünkbe, amely, első ránézésre legalábbis, rendkívül hasonlatosnak tűnik az intézményi befektetők térnyerésének folyamatához. De Magyarországon is, ahol nem volt kuponos privatizáció, a kárpótlási jegyekkel lebonyolított és a különféle (többnyire kedvezményes) hitelkonstrukciókkal segített priva-

tizációs ügyletek számos közös vonást mutatnak az USA-ban zajló eseményekkel.

Európában is szinte mindenütt napirenden van a tulajdonos-menedzser-igazgatóság háromszög szereplői közötti viszonyrendszer kérdése. Magyarországra a viták éppen csak kezdenek „begyűrűzni”, elsősorban a tanácsadó cégek működésének eredményeként. Azt gondolom, a téma ismertségének fokozatos növekedésével a közeljövőben a körülötte zajló vita is nagyobb teret fog nyerni.

Irodalom

A felhasznált irodalmat főleg a Harvard Business Review (HBR) számaiból válogattam, mivel a menedzsment szemszögéből ez a lap foglalkozik a témával a legkimerítőbb módon.

- CEO Pay: How Much is Enough?* HBR 1992. July-August
Drucker, P.: Reckoning with the Pension Fund Revolution. HBR 1991. March-April
Eccles, R. G.: The Performance Measurement Manifesto. HBR 1991. January-February
When George Soros meets Granny Smith. The Economist, 1995. April 22nd. pp. 81–83.

- The Fight for Good Governance.* HBR 1993. January-February
Handy, C.: Balancing Corporate Power: A New Federalist Paper. HBR 1992. November-December
Jensen, M. C.: Eclipse of the Public Corporation. HBR 1989. September-October
Jensen, M. C.-Murphy, K. J.: CEO Incentives. HBR 1990. May-June
Lorsch, J. W.: Empowering the Board. HBR 1995. January-February
A New Compact for Owners and Directors. HBR 1991. July-August
Porter, M.: Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System. HBR 1992. September-October
Pound, J.: Beyond Takeovers: Politics Comes to Corporate Control. HBR 1992. March-April
Pound, J.: The Promise of the Governed Corporation. HBR 1995. March-April
Pozen, R.: Institutional Investor: the Reluctant Activists. HBR 1994. January-February
Rappaport, A.: The Staying Power of the Public Corporation. HBR, 1990. January-February
Salmon, W. J.: Crisis Prevention: How to Gear up Your Board. HBR 1993. January-February
Taylor, W.: Can Big Owners Make a Big Difference? HBR 1990. September-October
Wharton, C. G.-Lorsch, J. W.-Hanson, L.: Rating the Corporate Governance Compact. HBR 1991. November-December

E számunk szerzői:

BARTÓK István egyetemi adjunktus, BKE Vállalatgazdaságtan Tanszék; **Dr. SZIRMAI Péter** egyetemi docens, BKE Alkalmazott Gazdaságtan Tanszék, társelnök, VOSZ; **Dr. PATAKI Béla** egyetemi adjunktus, BME Ipari Menedzsment és Vállalkozásgazdaságtan Tanszék; **Costas SIRIOPOULOS** adjunktus, Makedóniai Egyetem Közgazdaságtudományi Tanszék, Thessaloniki, Görögország; **Ioannis KASKARELIS** adjunktus, Makedóniai Egyetem Közgazdaságtudományi Tanszék, Thessaloniki, Görögország; **Dr. HANYECZ Lajos** egyetemi docens, JPT, Agrár- és Környezetgazdaságtan Tanszék, Pécs; **NAGY Gábor** ügyvezető igazgató, FIELD Kft, Apátfalva; **IMRE Tamás** osztályvezető, MOL Rt.; **Mark KÖPPEN** okleveles közgazda, a Dr. Schröter & Partner Gazdaságmérnöki Társaság munkatársa, Weinheim, Németország.